

# 英国の住宅価格の上昇と新たな金融危機の可能性

中 野 瑞 彦

はじめに

## 1. 英国住宅価格の動向

- (1) 近年の住宅価格の推移
- (2) 住宅価格上昇の経済社会的背景

## 2. 金融政策の影響

- (1) 政府の貸出奨励策
- (2) BOE の判断

## 3. 金融危機との関係

- (1) サブ・プライム危機と金融機関の破綻
- (2) 金融規制の動向

## 4. 新たな金融危機の可能性

- (1) 金融危機発生条件とその妥当性の検討
- (2) 新たな金融危機のプロセスの検討

終わりに

はじめに

英国では景気回復が鮮明になる中で不動産価格の上昇が続いている。とりわけロンドン地域のオフィスビル価格や住宅価格、賃貸料の高騰が目立っている。景気が回復基調を辿っていることは間違いないが、消費者物価上昇率と比較した場合に一部地域の不動産価格の上昇率は特に際立っており、ロンドン地域の住宅価格は所得対比で過去に例のない高水準となっている。その背景にはロンドン地域では国内の移住者や海外からの移民の増加などで住宅不足が深刻化していることがあるが、直近の値上がりは海外からの資金の流入をも反映している。このため近い将来に住宅取得を目指す層、特に若年層は住宅取得を諦めざるをえない状況に追い込まれている。英国では一部の銀行が2000年代前半の不動産価格の高騰局面で積極的に不動産貸出を伸ばしたものの、その後のサブ・プライム危機によって破綻した。この教訓もあり中央銀行並びに銀行などの金融機関は住宅貸出に慎重な姿勢を示しているが、それにもかかわらず住宅価格の高騰が続いている。本論では英国の近年の住宅価格の動向に焦点を当ててその上昇と背景を論じた上で、これが新たな金融危機を誘発する可能性とそのプロセスについて検討する。

## 1. 英国住宅価格の動向

### (1) 近年の住宅価格の推移

#### 近年の住宅価格動向

英国の住宅価格はサブ・プライム危機によって大幅に下落した。住宅ローンの貸出を積極的に行っていた Northern Rock 銀行が破綻したこともあり、英国全体の住宅価格は危機後に約15%下落した。その後は英国中央銀行 (Bank of England, 以下 BOE) が米国連邦準備制度理事会、欧州中央銀行と並んで金融緩和政策を長期的に継続したことから、2014年には景気回復と雇用の改善が鮮明になる中で住宅市場も復調し、住宅価格は2015年に入ってから更に上昇した。

英国の地域別住宅価格指数の推移を見ると (図1-1), 英国全体 (ロンドン地域を除く, 以下同じ) ではサブ・プライム危機直後の落ち込み後に戻りが生じたものの暫くは目立った上昇が見られなかった。その後は2012年2月の172.4 (2002年2月=100) を底に上昇基調となり、2015年7月には205.7と19.3%の上昇, 年率換算5.3%の上昇となった。ロンドン地域ではそれに先立つ2011年2月の169.1を底に顕著に上昇し始め、2015年7月には255.2まで上昇し、4年5か月で50.9%の上昇, 年率換算9.8%の上昇となった。この間の消費者物価上昇率は8.7%, 年率換算1.9%であったから、英国全体ならびにロンドン地域の住宅価格の高騰ぶりは鮮明である (図1-2)。また価格水準を見ると、2008年初めには英国全体で20万1,000ポンド (約3千7百万円, 1ポンド=185円換算, 以下同じ) ロンドン地域で35万ポンド (約6千5百万円) であったが、2015年7月にはそれぞれ24万2,000ポンド (約4千5百万円), 52万5,000ポンド (約9千7百万円) となった (図1-3)。従って、2008年初めにはロンドン地域の平均価格は英国全体の約1.7倍であったものが、2015年7月には約2.2倍に拡大しており、ロンドン地域の住宅価格は英国全国平均の2戸分を超える水準にまで跳ね上がった。こうした住宅価格の上昇はロンドン地域に限ったものではなく、ニューヨーク、サンフランシスコ<sup>1)</sup> など先進国の主要都市においても同様の傾向が指摘されている。その意味ではロンドン地域の住宅価格上昇は、金融緩和政策のもとで資産とりわけ中心部の不動産に資金が流入するという先進国の景気回復過程で生じる特徴を端的に現している。

#### 住宅価格の対所得比率の推移

ロンドン地域での住宅価格高騰は、居住者とりわけ若年層など住宅一次取得者の住宅購入を

---

1) 米サンフランシスコ連銀の Williams 総裁は、2015年9月28日のロサンゼルスでの講演の中で、原油価格安の中で住宅価格が値上がりしていることに警戒感を示し、2000年代前半の反省を踏まえ不動産価格インフレには早期の対応が必要だと述べた。

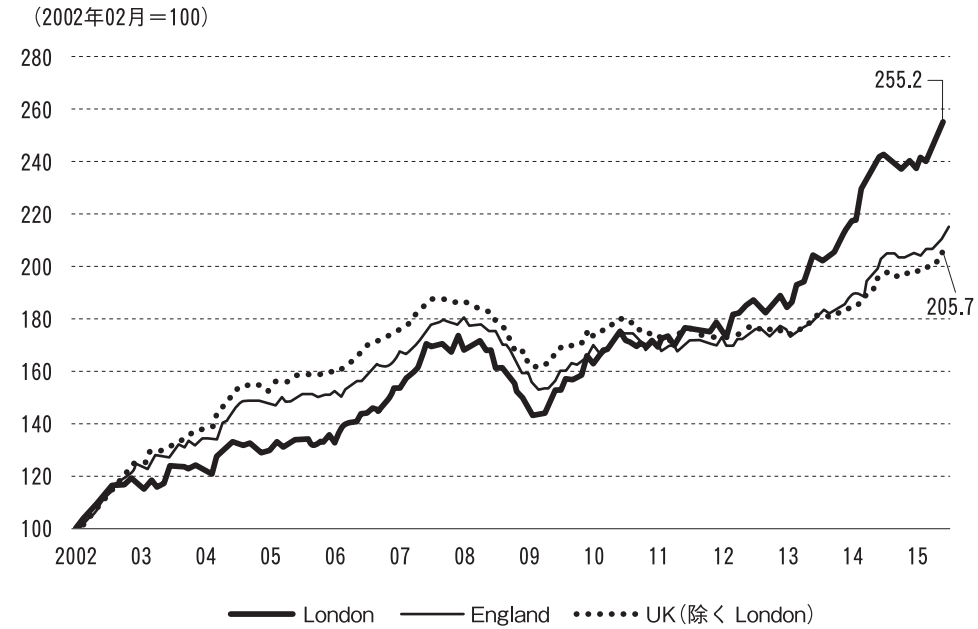
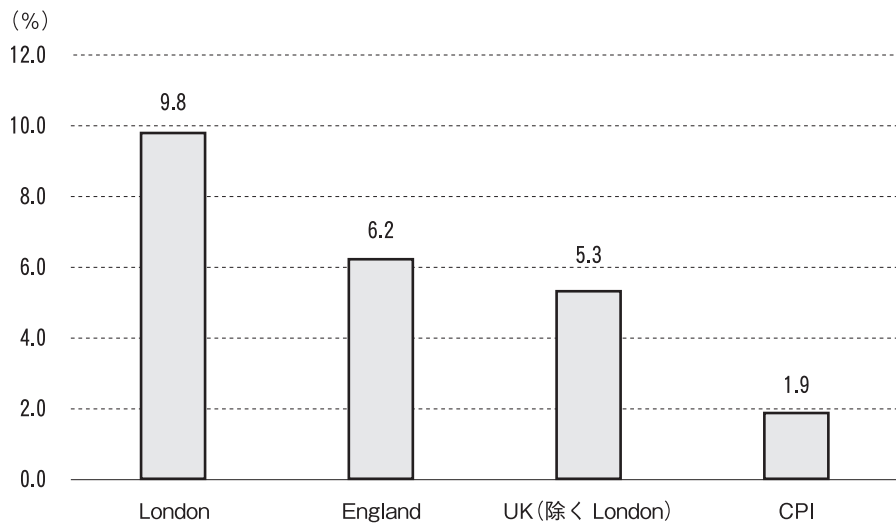


図 1 1 地域別住宅価格指数の推移

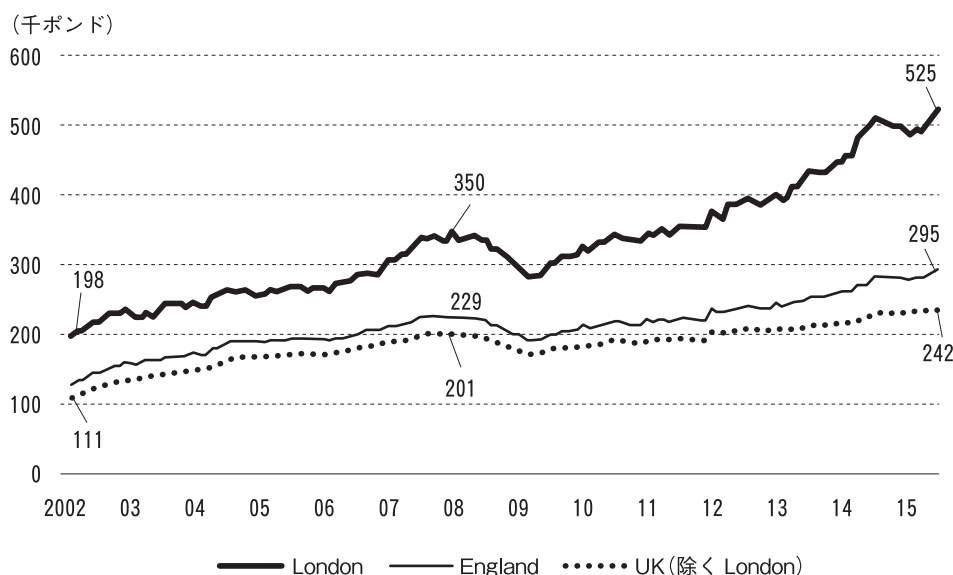


(注 1) 2015年 7 月までの上昇率の起点は以下の通り。UK (除く London) : 2012年 2 月, England : 2011年 5 月, London : 2011年 5 月

(注 2) 各上昇率とも年率換算。

(資料) 英国政府統計局

図 1 2 住宅価格指数の上昇率と CPI 上昇率の比較



(資料) 英国政府統計局

図1-3 地域別住宅価格の推移

困難にしている。大手住宅金融会社 Nationwide の資料<sup>2)</sup>により1995年以降の住宅価格の第一次取得者の所得に対する比率の推移を見ると(図1-4), 1995年にはロンドン地域、英国全体ともに2.0倍をやや超える程度だったが、その後は住宅価格の上昇を反映してロンドン地域は1999年終盤、英国全体では2003年後半には4倍を超えた。その後も比率の上昇は続いてサブ・プライム危機時の2007年にはピークに達し、ロンドン地域は7.2倍、英国全体では5.4倍に達した。この傾向を見ると、サブ・プライム危機直前は、ロンドンのみならず英国全体の住宅価格が高騰していたことがわかる。その後は比率がやや低下したものの、ロンドン地域の比率は2011年辺りから再び上昇に転じ、直近の2015年第3四半期では9.6倍まで上昇した。他方で英国全体の対所得比率は5.1倍とサブ・プライム時のピークに届いていないことから、今回のロンドン地域の住宅価格の上昇ぶりは突出していると言ってよいだろう<sup>3)</sup>。

住宅価格の上昇による住宅価格の年収に対する比率の上昇は、一般の居住者にとって住宅取得がますます困難になっていることを物語っている。特に買い替えのための売却資産を持たな

2) Nationwide のデータは同社が販売した物件の価格を基に算出しているため価格水準は必ずしも全体を反映したものではないが、長期的傾向を判断する資料としては妥当である。

3) 英国政府統計局の資料によれば、例えばロンドン中心部の北側 Camden 地区では2014年の平均年収3万7,000ポンド(約650万円、1ポンド=185円換算、以下同じ)に対し、同地区の平均住宅価格は年収の18.1倍となっている。また高級住宅地として有名なロンドン中心部の南西側 Kensington and Chelsea 地区では平均年収4万ポンド(約740万円)に対し、同地区の平均住宅価格は年収の28.3倍となっている。



(資料) Nationwide

図1-4 住宅価格の対所得比率

い第一次購入予定者は、住宅ローンの借入れ額を含め相当額の資金を用意しなければならない。高額物件への買い換え予定者にとっても、調達すべき差額が拡大することになる<sup>4)</sup>。同時にこのことは、ロンドン地域では住宅を所有する世代或いは層と、若年者など住宅を持たない世代あるいは層との資産格差が、本人の所得状況と関係なく拡大していることも意味している<sup>5)</sup>。

ロンドン地域で住宅が購入できない層は、賃貸住宅に住むないしは賃貸住宅をシェアするといった方法で居住場所を確保している。その理由は住宅価格の値上がりとともに賃貸価格が上昇しており、独立した住宅を単独で確保することが困難になっているためである。更には、一部の層はもはやロンドンに住むことを諦め、勤務先あるいは仕事の場所を含め生活の拠点そのものを郊外に移しつつある<sup>6)</sup>。

4) City A.M.紙 (2015年6月26日記事) は、Mortgage Advice Bureau の調査を紹介し、最近の住宅価格上昇のために住宅購入者 (買い替えを含む) が準備すべき自己資金が約7万2,000ポンド (約1千3百万円) と2009年以来的の最高額に達しており、第一次購入者層の購入意欲を削ぐものになっていると報じている。

5) City A.M.紙 (2015年2月20日記事) は、英国人の住宅保有に関する Institute For Fiscal Studies の調査を紹介し、英国人の20歳代の持ち家比率の推移を世代別に比較すると、1963-67年生まれと1973-77年生まれの世代の持ち家比率は30歳までに約6割に達していたのに対し、1983-87年生まれの世代はその約半分以下にとどまっていると指摘している。

6) Telegraph 紙 (2015年10月12日記事) は、ロンドン地域で賃貸住宅に住んでいた居住者が初めて住宅を購入する場合に、ロンドン地域以外に移住する割合が6割を超えたと報じている。また、ロンドン地域近郊の South East や East of England でもその割合が5割を超えており、経済関係者や不

## (2) 住宅価格上昇の経済社会的背景

英国では従来から環境保護、景観保護の観点から住宅開発が制限されてきたことや住宅地としての用地提供が不十分であったこともあり、構造的に住宅不足であるといわれてきた<sup>7)</sup>。このため、英国国民にとって住宅取得は人生の大きな目標であり、買い換えによって一段上の住宅にステップ・アップすることが重要になっている<sup>8)</sup>。ロンドン地域は住宅が不足している筆頭地域であり、その理由は国内他地域からの移住者や海外からの移民などが流入するためである。この結果、ロンドン地域およびその近郊は構造的に慢性的な住宅不足状態にあり、住宅価格が上昇しやすいと指摘されている。それでもロンドン・オリンピックを契機に郊外電車や地上電車などの交通網が整備されるとともに東部地区が再開発され住宅建設も加速しているが、急増する需要に供給が追いついていない。そもそもロンドン地域の住宅開発は二極化しており、民間の開発はタワー型マンションや高級レジデンスなど高額物件に集中している。他方でロンドンは公共賃貸型住宅を増やす計画<sup>9)</sup>を発表しているが、その絶対数は限られたものとどまっている。

これまでの英国の住宅価格の推移を振り返ってみると、第二次オイルショック後の1980年以降の過去35年間に高騰局面が2回あった。第一回目は1980年代半ばである。この時期はサッチャー政権の下で金融を始めとする規制緩和や市場化が進んだ時期である。住宅政策についてはサッチャー政権が公共住宅投資を抑制したことから、住宅の需給バランスが崩れ住宅価格に上昇圧力が働くようになった。金融ビッグ・バンが推進される中で銀行や住宅金融会社の活動が活発になり住宅貸出が増加した。この結果、Nationwideの統計によれば住宅価格の対所得比率は1980年代前半には英国全体で所得の2.7～2.8倍、ロンドン地域でも同3.7倍であったものが、1980年代後半の不動産ブーム時には5倍を超える水準に達した（前掲図1-4）。この住宅ブームは87年10月の米国でのブラック・マンデーの影響によって一気に冷え込んだ。

---

不動産業者の間では、若年層家族や若年就業者がもはやロンドン地域に居住して働くことができないという不安が広がっている、と指摘している。

7) 英国についてのIMF4条協議書2013は、過去数十年にわたり都市計画が非効率であったため、2013年現在で100万戸の住宅が不足していると指摘している。同時に、賃貸借契約が短期で賃借人が不利な立場にあるため、不動産仲介業者が顧客に住宅購入を勧めてきたことも住宅価格上昇の一因であると述べている。一方、City A.M.紙（2015年4月15日記事）は、Mortgage Advice Bureauのトップの発言として、英国全体の現在の住宅不足を解消するためには毎年20万戸の新規供給が必要だと報じている。また、同紙（同年7月3日記事）は2015年のロンドン地域での新規住宅建設許可件数が約4万7,000件と前年比2万件増えたものの、住宅不足解消のためには毎年5万7,000戸の新規供給が必要だと報じている。

8) 英国では初めて住宅を購入した後により大きな住宅に買い換えていくことは「property ladder あるいは housing ladder を上る」と呼ばれ、人生の大きな目標の一つとなっている。

9) キャメロン首相は2012年3月にNew Garden City構想を発表した。その後の2014年に明らかになった政府計画では、KentとDarton, BerkshireのEngland南部に計6万9,000戸の住宅が建設される予定である。

第二回目は2000年代後半のサブ・プライム危機直前の時期である。米国のITバブル崩壊後、景気対策として当の米国を始めとして先進国では金融緩和が進み、英国でも政策金利が大幅に引き下げられた。このため、既述した通り英国の居住者の間で住宅購入熱が高まり住宅価格が上昇した。2002年2月を基準にした場合にピーク時の2008年1月までの上昇率は、英国全体（除くロンドン地域）が88.4%（年率11.3%）、ロンドン地域が74.5%（年率9.9%）となった。一部の金融機関はこの住宅価格の上昇をビジネス・チャンスとして捉え、市場からの短期借入でレバレッジをあげて積極的に住宅ローン貸出を積み増した。その後、サブ・プライム危機によって金融市場が麻痺すると、レバレッジをあげていた金融機関は資金繰りに窮し破綻した。後述する Northern Rock 銀行はその典型例である。

今回のロンドン地域の住宅価格上昇が実需に裏付けられたものなのか或いは投機的な動きによるものなのかという判断は容易ではない。過去の例においても実需と投機の分岐点が不明確であるために、金融当局による引き締め政策への転換が遅れて投機的な行動が増幅し、最終的には資産価格の高騰と崩壊につながった。ただし、ロンドンやニューヨークのようにグローバル化が進んだ都市（以下、グローバル・シティ）ではその地区の居住者だけでなく非居住者の住宅購入ニーズが高いため、値下がり後の戻りも早い傾向がある<sup>10)</sup>。この中には住宅の値上がり利益を目的とした投機的な資金も含まれている。また、投資家の中には金融機関やファンドから資金を調達するのではなく、自己資金を使って値上がり目的で住宅を購入する層がいる。こうした層は資産価格の下落圧力への耐性が強いいため、マーケットの下支え要因となっている。このような投資家層がどれだけの厚みで存在しているかがマーケットの上昇基調の趨勢を決めることになる。そうすると、グローバル・シティの住宅価格の水準を地域の居住者の所得と比較するという視点は、もはや意味が薄れていることを否定できない。

## 2. 金融政策の影響

### (1) 政府の貸出奨励策

サブ・プライム危機後に英国の住宅価格がいち早く底入れした背景には、英国政府が危機後の経済対策として銀行の貸出奨励策を実施したことがある。第一は2012年8月にスタートした‘Funding for Lending Scheme’（以下、FLS）である。これはサブ・プライム危機後に金融機関の貸出が低迷していることへの対策として、BOE が銀行や住宅金融会社などに低利の資金を供給し貸出を促進することを目的としていた。貸出対象は非金融セクターへの期間4年以

---

10) Financial Times 紙（2015年8月3日記事）は外国人による不動産投資について、2015年4-6月期にはロンドン中心部の開発不動産の約7割を外国人が購入したこととともに、サブ・プライム危機直後の時期を除きそれまでもロンドン中心部の開発物件の約5割を外国人投資家が購入していたと報じている。



下の貸出である。金融機関は貸出債権を担保に BOE から短期国債を借り受け、これを担保に資金を低利で調達することができる。つまり BOE が貸出債権の信用リスクを引き受け担保の入れ替えに応じることで、金融機関は政策金利並みの低利での資金調達が可能となった。ただし、金融機関の貸出増減率に応じて BOE に支払う手数料率の変動する仕組みになっており、貸出残高が減少するに従い基本手数料率が0.25%から段階的に上がる設計になっている。例えば、貸出残高が年率で3%減少した場合には、手数料率は1.00%に上昇する。この場合には金融機関の調達コストは1.50%近くになるので、このスキームを利用するインセンティブはかなり小さくなる。この政策はそもそも緊急経済対策であること、住宅貸付だけでなく貸出全般が対象であること、2015年1月30日までの期間限定であることなどから金融機関の取り組み度合も限られたものであり、FLS 導入後も企業向け貸出残高は増加に転じなかった。ただし、住宅貸出について FLS は金利を低下させる効果があり、FLS 導入後に住宅ローン金利は1~2%ポイント低下した<sup>11)</sup>。

第二は2013年4月に導入された ‘Help to Buy’ (以下、HTB) 政策である。これは住宅購入時の頭金を政府が融資するもので、物件価格60万ポンド以下の住宅の第一次取得者を対象に物件価格の頭金額を政府が直接融資ないし保証するという制度である。第一弾は2013年4月末に開始され(2016年3月末まで)、新築物件限定、新規購入・買い替え対象、最低頭金(自己調達分)5%、頭金額を20%を上限に政府が直接融資するという内容である。第二弾は2013年10月に開始され(2016年9月末まで)、新築・中古物件とも可、最低頭金(自己調達分)5%、頭金額を15%を上限に政府が住宅借入れ保証するという内容である。制度の建付けは自己資金の少ない層の住宅購入を支援する仕組みとなっているが、対象物件上限価格が60万ポンド(日本円換算約1億円)と高額であることや第二弾では中古物件も対象となったことから、制度自体が結果的に住宅価格を押し上げる要因になっていることは否めない。

FLS にせよ HTB にせよ、上記の制度は住宅価格が上昇する中での住宅購入を促進する制度であり、住宅価格そのものを抑制しようとする制度ではない。このままでは購入者とりわけ第一次購入者にとっては借入れ債務が増えるだけであって、その返済負担はむしろ高まることになる。つまり政府の目的は家計消費の増加につながりやすいとされる住宅購入を梃子に景気回復を目指すことにあり、住宅購入者の実質的な負担を軽減しようとするものではない。住宅価格は市場動向に任せながら、膨れ上がる債務を住宅購入者にむしろ積極的に負担させていくやり方は、根本的な発想において米国で発生したサブ・プライムローンと共通するものがあると言わざるをえない。

---

11) 三菱東京 UFJ 銀行 (2014)



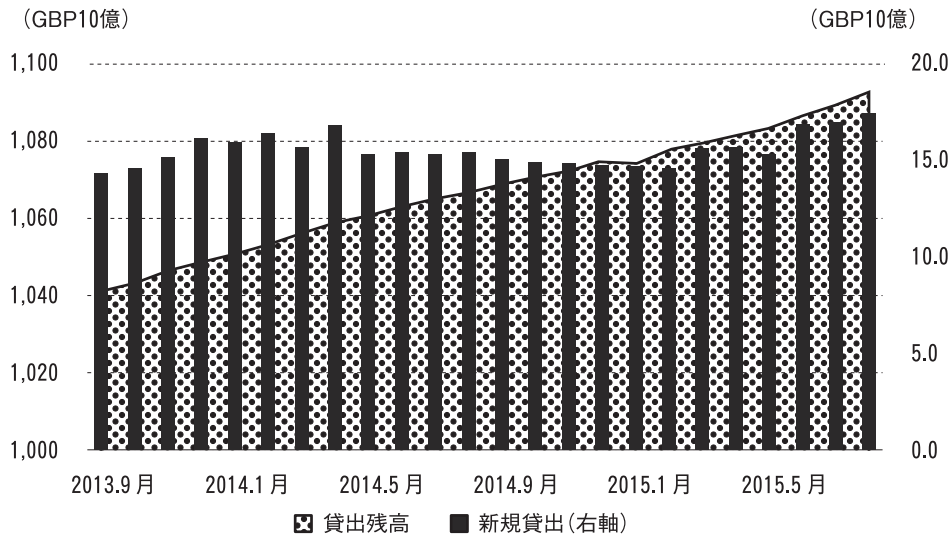
## (2) BOE の判断

近年の住宅価格動向並びに金融機関の動向について BOE はどのような評価を下しているであろうか。BOE の Inflation Report 2015年 5月号 (以下, Inflation Report) によると、第一に住宅市場の動向については、住宅ローン金利が歴史的な低水準となっていることを指摘した上で、2015年第 1 四半期住宅ローン認可件数が月間 6 万1,000件、同第 3 四半期の予想が 6 万5,000件とサブ・プライム危機直前の半分程度の水準にとどまっていることから、住宅市場全体は落ち着いていると判断している。また、住宅価格の上昇率を2015年第 1 四半期が前期比 0.5%、第 3 四半期までが同0.25%程度と穏やかなものと予測している。第二に資金動向については、住宅ローンに対する借り手の需要が減退していると指摘している。その理由として、住宅価格の対所得比率が2012年後半から大幅に上昇し家計 (居住者) の住宅購入能力が低下していること、この結果として貸し手側が将来の住宅市場の動向に不安を抱いていることを挙げている。言い換えれば、住宅価格の高騰が家計の購入能力を削いでいることで住宅ローンの借入れ需要が伸び悩み、住宅市場は過熱を免れていると評価している。

Inflation Report を見る限り、BOE は現在の住宅購入熱はブームにはほど遠いと判断している。確かに英国全土を基準として見れば、住宅取得熱はサブ・プライム危機直前ほどに過熱しているわけではない。しかし、既に見た通りロンドン地域の平均住宅価格は所得の9.6倍に達しており、少なくともサブ・プライム危機直前の水準を超えていることは間違いない。もっとも既述したようにロンドン地域の住宅価格を居住者の所得と比較することにもはや意味がないとすれば、住宅市場が過熱しているか否かの判断基準を他に求めることが必要である。また、Inflation Report が言うように居住者の住宅購入需要が停滞しているのであれば、住宅価格の上昇は需給関係を反映して穏やかなものにとどまるか下落するはずである。しかし、家計の住宅購入需要の伸び悩みにもかかわらず住宅価格が上昇しているということは、その上昇を支える購入者層並びに資金的な裏づけが存在することを示している。一例として、住宅ローンの貸出業者の連盟組織である Council of Mortgage Lenders (以下, CML) によれば、自らが居住する目的で住宅を購入する層や第一購入者層の取引件数が前年比で減少する一方で、賃貸目的の住宅購入件数や借入れ金額は前年比で増加している<sup>12)</sup>。この傾向が続いているとすると、本来の居住目的で購入を希望する層は足元の住宅価格上昇で購入を諦めざるをえず、代わりに投資目的の購入が住宅価格を押し上げていることになる。

第三に金融機関から見た資金の動向については、通貨供給量は全体として安定して推移しているものの、2012年終盤以降に民間非金融会社 (Private Non Financial Corporations) の資金量が増加基調を迎える一方で、銀行など金融仲介会社以外の「その他金融会社」の資金量増

12) City A.M. 紙 (2015年 3 月18日記事) は CML の調査を紹介するとともに、Royal Institute of Chartered Surveyors の調査を紹介し、2015年 2 月時点で今後の先行きについては全体として売買取引が増加基調にあるとしている。



(注) 季節調整済み。住宅新規取得貸出と借換え貸出の合計額。

(資料) BOE

図2-1 預金取扱い金融機関の住宅関連貸出残高の推移

加率は低調に推移していると述べており、その他金融会社の動向は活発でないと判断しているようだ。つまり、BOEの直接的なコントロールが効きにくいその他金融会社の資金動向を見ても現時点では不動産市場が過熱する状況にないということになる。既述したFLSやHTBの主な担い手である預金取り扱い金融機関の貸出動向を見ても、住宅関連貸出額は足許の2015年8月は増加が目立つもののここ1～2年において急増したと言うほどではない(図2-1)。過去の例と比較して、今回は預金取り扱い金融機関の貸出増加が住宅価格押し上げの主たる要因にはなっていない。これは、預金取り扱い金融機関やその他金融会社以外の貸出あるいは海外からの流入資金が、ロンドン地域の住宅価格上昇の背景になっていることを示唆している。

総合不動産サービス会社のSavillsの調査によれば2012年にはロンドン中心部では中古物件の購入件数のうち約6割が英国人、約4割が外国人であった<sup>13)</sup>。新規物件の購入件数では英国人が約3割、外国人が約7割強であった。新規物件の購入額ベースにより購入者の国別内訳を見ると、ロシア・CIS・東欧、中東・北アフリカ、中国からの資金が大半を占めている。この分布からは、新興国では2000年代の経済成長の中で新たな富裕層が生まれ、彼らがその余裕資金を英国とりわけロンドン地域の物件に投資しているという構図が見えてくる。その理由はグローバル・シティの物件という安定感があることと同時に、ロンドン地域に張り巡らされた各コミュニティのネットワークが機能しているためであると考えられる。また事業用不動産サー

13) Savills World Research (2013年6月)

ビス会社の CBRE の調査によると<sup>14)</sup>、2015年4月時点で外国人投資家が選ぶ投資対象先都市（自国以外の都市）の第1位は2014年に引き続きロンドンであり、取引金額そのものは前年比マイナス11%と他の都市に比べて劣るものの、世界でも最も魅力的な投資先であると評価されている。

こうした状況を背景に、これまで住宅市場について静観していた政府・金融当局も住宅価格の上昇に対して警戒する姿勢を見せ始めている。住宅売却で得たキャピタル・ゲイン（値上がり益）について2015年4月以降は非居住者も課税対象となった。更に、2015年7月に BOE は賃貸用不動産購入ローン（buy to let loan, 以下 BTL）に関し、政府の指示に先駆けて BTL を規制する方法を検討し始めた<sup>15)</sup>。また財務大臣は同月に、2017年以降について BTL にかかる支払利息の所得控除に関する方法を見直すことを公表した<sup>16)</sup>。こうした施策は住宅価格の上昇に歯止めをかけようとするものだが、足許の住宅価格上昇に照らすと、その効果がどこまで表れているのかは不透明である。

### 3. 金融危機との関係

#### (1) サブ・プライム危機と金融機関の破綻

2007年のサブ・プライム危機は米国発の危機であり、それがグローバル化した原因はこれまで指摘されてきたように非適格者に対する住宅ローン債権が証券化スキームの活用により細分化され、世界の金融市場に拡散したことであった。英国もこの影響を受けて金融市場が麻痺し、一部の金融機関は破綻し、一部の銀行は政府傘下で再建を目指すことになった。ただし、英国の金融機関が危機に瀕した原因は二種類に分けて考える必要がある。一つは Royal Bank of Scotland 銀行（以下、RBS）と Barclays 銀行に代表される金融証券化商品への投機による経営危機である。RBS はサブ・プライム証券への過大な投資によって経営危機に直面し、公的資金によって国有化された<sup>17)</sup>。もう一つは、Northern Rock 銀行の例であり、英国の住宅価

---

14) CBRE (2015年4月)

15) City A. M. 紙 (2015年7月9日記事)

16) 現状では賃貸住宅の大家は支払利息の所得控除が認められているが、居住用不動産の住宅ローンの支払利息の所得控除は2000年に廃止された。今回の見直しは、賃貸所得の課税下限額を引き上げる一方で、借入の支払利息の所得控除額を縮小する内容。

17) RBS は1999年に NatWest 銀行（当時の英国四大銀行の一つ）を買収した後に投資銀行業務に進出し、グローバル銀行業務と市場業務を経営戦略の柱に据えた。更に2007年10月にオランダ最大の ABN Amro 銀行アムロを分割買収した。しかし、2008年に入って金融市場が混乱し Credit Default Swap 取引で市場業務が大きな損失を計上した。2008年10月に遂に英国政府が公的資金を投入して58%の株式を取得したが、09年1月には ABN Amro 銀行関連を含めた損失処理を行い、英国史上最大の280億ポンドの赤字決算となった。このため、英国政府は優先株式を普通株式に転換して最大の株主となり、RBS は政府の監視下で再建を目指すことになった。英国政府は2015年6月に、RBS の再民営化

格高騰とともに自ら不動産貸出を積極的に拡大したが、サブ・プライム危機によって破綻した。なお同時期に破綻した HBOS 銀行<sup>18)</sup> は、英国内というよりは米国、欧州の不動産関連貸出や証券化商品購入のビジネスを積極的に展開し、サブ・プライム危機によりこれらが不良債権化して破綻した。

Northern Rock 銀行は、1860年代に設立された不動産金融会社を起源とする銀行であり、1997年に株式会社化するまでは協同組織金融機関であった。北イングランド地方を拠点とし、預金を受け入れて主に住宅ローンを中心に貸出していた。貸出金額は対象不動産価格の75%まで且つ債務者所得の2.5倍までというそれまでの住宅ローンの基準が、1990年代後半からの住宅価格上昇の中で次第に甘くなり、不動産価格の95%プラス無担保分30%、所得の6倍までというまさに不動産バブルを助長するような貸出基準となった。この結果、2005年に Northern Rock 銀行の税引き前利益は4.94億ポンドと2000年の約2倍に達した。しかし、資金調達を不動産貸出の証券化を通じた市場性短期資金に過度に依存していたために、サブ・プライム危機が表面化して短期金融市場での資金調達が困難になると、一気に資金繰りに窮した。金融機関としての Northern Rock 銀行のリスクは調達と運用のミス・マッチにあったが、Financial Service Agency (以下、FSA) による破綻前の金融検査の資産査定では、Northern Rock 銀行は特に問題なしとされていた<sup>19)</sup>。ところが結果的に短期資金の借り換え資金を調達することができず資金繰り破綻を起こしたのである。その後 BOE による支援もあったが、2008年2月に遂に国有化され、2011年11月に Virgin Money に売却された。Northern Rock 銀行の破綻は1866年以来、英国で初の銀行倒産であった。

Tirole [2010] や Buckley [2011] は、Northern Rock 銀行の破綻の原因は行き過ぎた証券化により市場資金への依存度が高かったことにあると指摘している。同行は貸出資金の25%を預金、50%を不動産貸出債権の証券化による資金化、残り25%を短期3か月物の市場資金借入れという構成で調達していた。ライバルの Lloyds TSB 銀行が貸出資金の75%を預金で賄

---

に向けて政府が保有する株式の売却開始を数か月以内に開始することを公表した。

18) HBOS 銀行は大手住宅金融会社 Halifax と Bank of Scotland 銀行が2001年に合併して設立された。不動産関連貸出に強く英国内のシェアは約20%でトップであったが、2003年に Bankwest of Australia 銀行を100%子会社化したことをきっかけとして、海外での不動産関連ビジネスを積極的に展開するようになった。

19) もっとも Financial Times 紙によれば、Northern Rock 銀行は2007年1月の段階で2,000件近くの不不良債権を発覚しないように簿外処理しており、これが表に出ていれば同行の調達金利は0.42%から0.68%に跳ね上がっていただろうと述べている [Buckley (2011)]。また、Docherty and Viort (2014) は、FSA が Northern Rock 銀行の抱えるリスクに関心を払っていなかった理由として、同行が大手銀行ではなかったこと、2006年から2007年にかけては RBS 銀行の ABN Amro 銀行買収など銀行合併・買収案件の調査で FSA 自身が多忙を極めていたことを挙げ、実際に FSA による同行の検査サイクルも3年に1度という粗いものであったことを指摘している。

っていたことと比較すると、Northern Rock 銀行の市場性資金調達比率がいかに高水準であったかがわかる。つまり、同行破綻の直接の原因はサブ・プライム危機により証券化商品が市場で売れなくなったことと短期市場での資金調達が不可能になったことである。金融機関にとって短期調達・長期運用は、順イールド・カーブを前提に利益を拡大するための有効な手段であるが、金融市場の将来的な変動を十分に想定し長短比率をコントロールする巧拙こそが流動性リスクへの対応である。加えて指摘しておかねばならないのは、Northern Rock 銀行が証券化による調達資金を更なる不動産貸出に充当し、住宅価格の上昇を煽ったという点である。こうした経営手法により不動産価格を必要以上に高騰させ、自らクレジット・リスクを高めた点は看過できない。既に住宅市況が活況となっていたとはいえ、金融機関が住宅貸出を急増させなければ住宅価格が高騰することもなかった。その意味において、Northern Rock 銀行の経営自身が住宅価格バブルを創り出した原因の一つであり、自ら経営リスクを高めたのである。

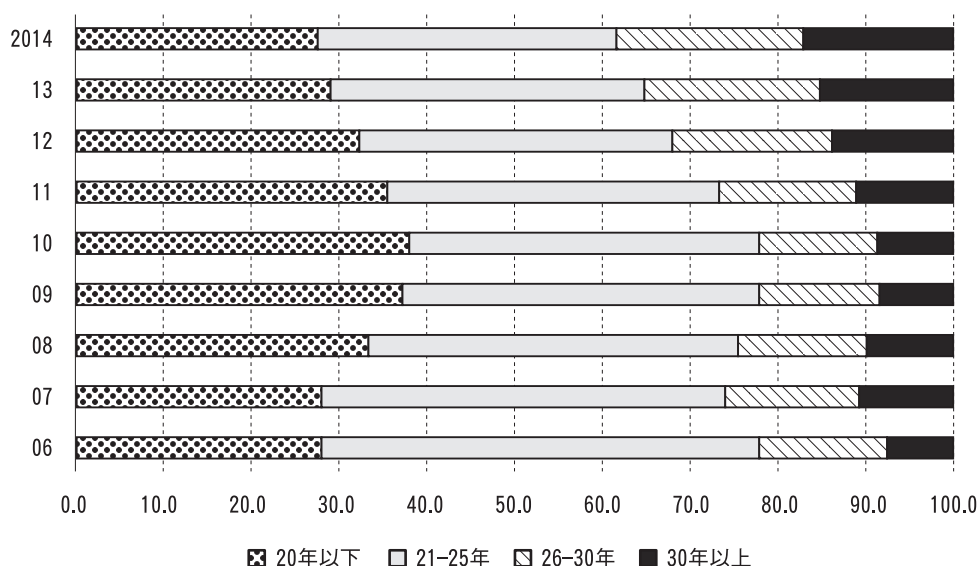
Northern Rock 銀行は短期資金への依存度が非常に高く、流動性リスクに脆弱な資産・負債構造であった。金融市場への依存度が十分に低ければ資金繰り破綻を回避できていた可能性はあったはずである。更に言えば、自らの貸出拡大が不動産価格を高騰させそれが自らのクレジット・リスクに跳ね返ってくることを自覚すべきであった。その意味では Northern Rock 銀行の事例は金融機関としての基本的なリスク感覚の欠如が破綻を招くことを示している。HBOS も同様であるが、不動産市場の過熱は銀行経営者にこうした経営感覚の麻痺をもたらしやすいのであろう。金融機関が不動産など資産価格の騰貴局面においてリスク・コントロールを失いやすという本質は、日本の不良債権問題、サブ・プライム危機に照らしても決して変わらない。今回の住宅価格上昇局面では BOE が銀行の流動性比率などを看視しているため、同種の原因による金融機関の破綻と銀行危機が直ちに発生することは想定しにくい。しかし、金融機関が収益規模の拡大を経営の追求課題としている以上、不動産価格の上昇が新たな形で金融機関の経営危機と銀行危機をもたらす可能性は否定できない。

## (2) 金融規制の動向

銀行貸出奨励策と不動産貸出支援策については既に触れたが、その後は住宅貸出の行き過ぎを防ぐため、Financial Policy Committee<sup>20)</sup> の提言に基づいて Mortgage Market Review<sup>21)</sup> (以下、MMR) は2014年4月から新ルールを導入し、不動産貸出スキームに関する規制を強化した。具体的には住宅ローンを出す金融機関に対し、債務者が将来の金利上昇に耐えうるかどうかというストレス・テストを実施するよう推奨した。また、年間返済額の対所得比率の

20) BOE の中に設けられた委員会では、金融市場の安定性を高めることを目的としている。金融市場の監督を担っている。

21) 不動産市場の動向を包括的に検証することを目的としており、不動産市場の安定化のために必要な改革を実行している。



(資料) 英国政府統計局

図3-1 住宅ローン借入れ期間の分布の変化

上限を引き下げ、住宅購入者の返済負担を抑制することで借入れ額が膨らまないようにした。これは過度な住宅借入れによる経済破綻とそれに伴う銀行の不良債権増加を危惧しての規制である。しかし、これは思わぬ副作用をもたらす結果となっている。第一は住宅ローン借入れ期間の長期化である。債務者は金融機関のアドバイスのもとで毎月の借入れ返済額を抑え返済比率が規制値を下回るようにするために、借入期間を長期化することになった。Guardian 紙によれば、借入期間30年以上を希望する住宅ローンの債務者は2014年には12人に1人の割合だったが、2015年には5人に1人の割合に急増した<sup>22)</sup>。確かに借入期間26年以上の債務者が全体に占める割合は次第に上昇し、2014年には38.3%となった(図3-1)。そのうち30年超の割合も17.0%とこれまでになく高まっている。

第二は新たな借入れ手法の進展である。老後に保有不動産を担保に資金を借入れていた高齢者は、毎月の返済に見合う十分な所得がないために借入れが困難になった。このため不動産の純資産分に見合う借入れをする Equity Release の手法が活用されている。この手法は不動産の純資産価値(時価評価からローン残債を控除した額)を見合いに返済不要の資金を死亡時まで借入れるか(リバース・モーゲージ)、或いは住み続けたまま純資産価値分だけを他者に売却して資金を調達する。MMRの規制対象外であることから、シニア層の活用が広がっている。

上記のように金融規制の強化は思わぬ副次効果をもたらしているが、将来的にどのような結

22) Guardian 紙 (2015年10月9日記事)



果に繋がるであろうか。借入れ期間の長期化は明らかに債務者にとっても金融機関にとってもリスクの長期化をもたらすことになる。Equity Release は住宅担保借入れに比べて債務者が返済不能リスクにさらされることがなく、また金融機関にとっては不良債権化するリスクがないが、生存期間が当初想定より長期化し期限が到来した場合には債務者が自宅を失うリスクがあり、金融リスクを社会リスクに転換している点が問題である。

一方で民間金融機関の間では、賃貸用不動産購入ローン (buy to let loan, 以下 BTL) の仕組みを簡素化する動きが出ている<sup>23)</sup>。その背景には、リタイア層が将来の収入を確保するために賃貸住宅を購入する需要が高まっていることがある。このため BTL の仕組みの透明性を高めて賃貸物件購入者が利用しやすくしようとするもので、具体的には必要返済額など債務者の責任範囲を明確にするものになっている。City A. M. 紙は、BTL 残高が2014年末で160万ポンドと10年前の58万ポンドから3倍弱に膨れ上がっており、BTL へのニーズが高まっていると報じている。こうしたリタイア層は、住宅価格高騰による賃貸住宅のニーズの高まりに呼応して物件を購入していることが想定される。現に住宅価格高騰に連動して賃貸料も上昇傾向にあるものの、それが賃借人の支払い能力を超えることで入居率が低下すれば、返済不能に陥るオーナーも出てくる。資金調達手段の簡素化による賃貸住宅の購入ニーズが住宅価格を押し上げ、それが将来的に返済不能の借り手を生み出すというリスクも生まれている。

#### 4. 新たな金融危機の可能性

##### (1) 金融危機発生条件とその妥当性の検討

ロンドン地域で生じている今回の住宅価格の高騰は、グローバル・シティの資産価格を考える上で様々な論点を提供している。住宅の供給に一定の制約がある中で外国人投資家の需要が強く、住宅価格の水準は国内の所得との比較では把握できなくなっている。更に外国人投資家の資金源は外国にあり、グローバル化の下でファンドなど様々な形で資金が流入するため、国内金融の調節や規制が効果を発揮しにくい。同時に、住宅価格が上昇すれば当然のことながら居住者の中にも賃貸用も含め投資目的で住宅を購入する層が生まれてくる。このような状況の下で、行過ぎた住宅価格の上昇が下落に転じ、次なる金融危機を発生させることはありうるのだろうか。

Nesvetailova [2007] は、金融危機の要因は金融そのものに内在するとする Minsky の金融不安定仮説に基づいて近年の金融危機を分析し、金融手法の革新、金融緩和、金融規制緩和が重なった時に金融投機が発生すると指摘し、一旦投機が始まるとそれが崩壊するまで止まらないポンチ・ゲームにたどり着くと述べている。この指摘がどこまで一般性を持つかという議論

---

23) City A. M. 紙 (2015年4月8日記事)



は別稿に譲るとして、例えば日本のバブル発生と銀行危機では、低金利政策による金融緩和と金融自由化による金融規制緩和は指摘できるものの、金融手法の革新という要因は見出しにくい。オフショア・ローンの貸出や住宅専門金融会社を使った迂回融資を金融技術の発達と解釈することも可能だが、オフショア・ローンの規模は限界的でありまた住専問題はバブル崩壊の初期のうちに処理された。その後の銀行危機はむしろ銀行本体が抱えていた不良債権に起因した。つまり、目に見えた金融技術の発達がなくとも資産バブルとその後の金融危機は起こり得る。

ただし直近のサブ・プライム危機の発生過程を見ると、上記の条件が当てはまることを指摘できる。それは、住宅ローン債権の証券化と金融ピークルの設立（金融技術の革新）、ITバブル崩壊後の大幅な金融緩和（金融緩和政策）、住宅ローン・スキームの緩和（金融規制の緩和）である。この点を踏まえた上で、今回の英国、とりわけロンドン地域における住宅価格の高騰を金融危機との関係でどう捉えるべきであろうか。既述したように金融当局は金融機関に対する監視を強めているため、国内金融機関の貸出増加をベースに住宅バブルが発生する状況ではない。しかし、皮肉にも住宅価格の高騰を支えている一定部分は、グローバル化の進展により海外から流入してくるニューマネーである。金融のグローバル化のもとでは個別国の規制には限界があるが、グローバルな金融投機に対するグローバルな金融規制の限界もまた明らかである。それはグローバル化の下では規制の網を潜り抜ける手法が新たに開発されやすいからである。また、グローバル規制はこの規制に参加する国が限定されており、タックス・ヘイブンなど規制外の国には及ばないことである。これまで何度も指摘されているように、トービン税などを導入して流出入する資金に対し負荷をかけることで投機資金の頻繁な流出入を抑制することは期待できる。しかし、トービン税率が投機による期待収益率に比べて遥かに低ければ、投機資金は流出入を続けトービン税の効果は半減するだろう。逆にトービン税率が高ければ、健全な資金の流出入も阻害されることになる。

金融危機の最大の問題点は、金融システムが危機に瀕し信用仲介機能が麻痺するだけでなく、実体経済が大きく萎縮し金融投機の当事者ではない生産者や被雇用者が影響を受けることにある。生産の落ち込みによる企業の倒産や失業の増加がその典型的な例である。更に、金融危機のしわ寄せは経済的にもっとも弱い層である低所得者、無職層、高齢者層などに多大な影響を及ぼす。その程度は金融危機の規模に依存するが、金融投機の結果を金融投機の当事者が被ることは当然のこととして、金融投機とは無縁の層までが深刻な影響を受けることで経済全体が調整される点を見逃してはならない。この点に着目するのであれば、金融当局は金融危機の萌芽に対して警戒を怠るべきではない。

## (2) 新たな金融危機のプロセスの検討

ロンドン地域とその近郊で生じている住宅価格の高騰は果たして金融危機に結びつくのであ

ろうか。結びつくとなればどのような形で発現するのであろうか。ここでは一つの可能性を検討したい。

第一に、既述したように金融当局はサブ・プライム危機の反省から金融機関とりわけ銀行に対する監視を強め信用リスクの管理を強化している。従って、銀行が野放図な貸出を行った結果として危機が発生するという可能性は小さい。第二に、市場参加者にはサブ・プライム危機の記憶が残っており、行き過ぎた価格上昇に対しては警戒感を持っている。住宅ローン残高の伸び悩みが示すように、返済能力を大幅に上回ってまで借入れをして住宅を購入するという姿勢は抑制されている。第三に、ロンドン都心部の住宅は高額所得者の個人資金や海外からの資金流入に支えられているため、仮に価格下落が生じたとしてもこれが直ちに金融機関の経営を悪化させることはない。その意味では、貸出をしている金融機関が住宅ないし不動産価格の下落によって直ちに不良債権を大量に抱え込むといった過去のような銀行危機の再来は想定しにくい。従って、足許の住宅価格上昇とその反転下落が直ちに銀行危機を招き、更には金融危機に繋がる可能性は小さいだろう。しかし、だからといって将来的に住宅価格の下落に伴う銀行危機が全く発生しないとも言い切れない。

ロンドン地域の住宅価格が上昇し続けている結果、ロンドン近郊に押し出された居住者に対する住宅貸出が増加する<sup>24)</sup>。その際の一戸あたりの貸出額は住宅価格の値上がりを反映して増加傾向を辿っている。所得が住宅価格に見合う程度に上昇しなければ住宅価格の対所得比率が高まり、返済額が家計を圧迫することになりかねない。既述したように金融機関は借入れ人に対して借入れ期間を延長し毎月の返済額の対所得比率を低く抑えることで借入れを可能にしているが、これは支払い利息利を含めた借入れ人の負担総額を大きくするだけでなく、金融機関の抱える信用リスクが長期化するとともに、借入れ人の高齢化による返済不能リスクを高めることになる。将来的に価格が十分に上昇していれば担保処分による返済が可能となるが、そうでない場合には米国のサブ・プライム危機の二の舞になりかねない。2015年4月6月期のロンドン地域の住宅価格は、可処分所得の伸び悩みや住宅価格と家賃の急激な上昇への警戒感から反落し、足許の住宅市場の不安定な状態が明らかとなった。将来的な銀行危機は、ロンドン地域中心部の住宅価格の暴落という形ではなく、ロンドン近郊都市居住者に対する住宅ローン貸出の焦げ付きによって発生する可能性が高い。BOEによる金融緩和が終了し住宅ローン金利が上昇し始めると、債務者は全期間固定金利ローンを選択していない限り返済負担が重くなる<sup>25)</sup>。これは突然に危機が発生するという形ではないが、その裾野が広いだけに銀行危機の新たな形態としてその経営に対して静かに深く漸進的に影響を与えることになるだろう。

24) Telegraph 紙 (2015年10月12日) は、ロンドン地域の住宅価格上昇によりロンドン地域の賃借居住者が周辺地域で第一次住宅を購入しようと移動しているため、周辺地域の住宅価格が上昇するという玉突き状態になり始めていると報じている。

25) 英国の場合、通常の住宅ローンの固定金利期間は2年から5年である。

## 終わりに

金融のグローバル化によって金融危機そのものがグローバル化していることは周知の事実である。金融グローバル化の特徴の一つは、資金の調達とその運用が別個の国で行われる点にある。従って当該国の金融当局が自国の貨幣流通量や金利をコントロールしても、投資家のマネーに直接的に影響を及ぼすことができない。また、国際的な金融規制は、SIFIsの指定やバーゼル2.5ないし を導入するなど大手銀行を中心に規制強化を強めつつあるが、グローバルに活動しつつも規制対象外となっている組織には間接的な影響を与えるにとどまっている。投資家は自己資金やファンド、ノン・バンクなどを通じて調達し、その過程で証券化を活用し規制をすり抜ける場合もある。本稿執筆時点において、英国や米国での住宅価格の上昇が果たして資産バブルを誘発し金融危機の再発をもたらすかどうかは定かではない。むしろリーマン・ショックの爪跡がまだまだ色濃く残る現状では金融当局の監視が行き届いており、大規模なバブルが再発する懸念は小さい。仮にミニ資産バブルの崩壊が生じたとしても、金融機関が受けるダメージは過去の例に比べ小さいものにとどまる。しかし、ミニ資産バブルの崩壊によって消費や生産が影響を受け、それにより金融機関が影響を被る可能性は小さくない。既に述べたように先進資本主義国では景気拡大過程で不動産を中心とした資産にマネーが集中し価格が高騰する傾向が顕著になっている<sup>26)</sup>。一方で、景気が回復途上である場合には、資産価格が著しく上昇しているからといって徒に金利引上げや貨幣流通量縮小などの金融引き締め政策を打ち出すことはできない。それは十分に回復していない実体経済の立ち直りを阻害することになるからである。つまり、近年では資産価格の上昇ペースと実体経済拡大ペースとのギャップが大きくなっており、そこには国内の金融仲介機関を経由せず金融当局の規制が働きにくい資金が流入している可能性を指摘できる。こうした資金から生じるマネーゲームを防ぐためには、トービン税など国境を越える資金に負荷をかける方法だけでなく、不動産投資のリターンそのものを低下させるスキームを検討する必要がある。もっともこうした規制策についても各国間の協調が不可欠であるが、その実現に向けたハードルは高い。結局、金融危機に至るプロセスは経済のグローバル化とともにその構造が「進化」しており、金融当局が捕捉しにくくなっている。その限りにおいて金融危機を未然に防ぐことは非常に困難な作業であると言わざるをえない。

26) 日本経済新聞(2015年10月5日朝刊記事)は、世界経済の回復により世界主要都市の不動産に資金が流入しているとの米不動産会社社長の見解を紹介している。また、同紙(2015年10月20日夕刊記事)は、外資系法人の資金、特に政府系ファンドの資金が日本国内の不動産に流入していると報じている。

#### 参考文献

- 千葉銀行ロンドン支店「英国の住宅市場について」『EU インサイト』(2015年8月)  
 内閣府「今週の指標 No. 1093 米英；住宅価格を巡る動向」(2014年3月)  
 三菱東京 UFJ 銀行「英国の住宅市場の回復と今後の過熱リスクについて」(2014年1月)  
 CBRE ‘Global Investor Intentions Survey 2015’ (2015年4月)  
 Buckley A. ‘Financial Crisis’ FT Prentice Hall (2011年)  
 Docherty A. and Viort F. ‘Better Banking’ Wiley (2014年)  
 IMF ‘United Kingdom Consultation IV’ IMF Country Report No.13 (2013年7月)  
 Nesvetailova A. ‘Fragile Finance’ palgrave macmillan (2007年)  
 Savilles World Research ‘Spotlight The World in London 2013’ (2013年6月)  
 Tirole J. ‘Chapter 2 Lessons from the Crises’, ‘Balancing the Banks’ Princeton University Press (2010年)  
 Williams J.C. ‘The Economic Outlook: Live Long and Prosper’ Federal Bank of San Francisco (2015年9月28日)

#### 新聞記事

- 日本経済新聞「不動産に資金流入続く」(2015年10月5日朝刊)  
 日本経済新聞「外資の不動産売買最大」(2015年10月20日夕刊)  
 City A.M. ‘Young Britons squeezed out of owing homes’ (2015年2月20日)  
 City A.M. ‘Mortgage slowdown may be at an end’ (2015年3月18日)  
 City A.M. ‘Banks to make buy to let loan rules simpler’ (2015年4月8日)  
 City A.M. ‘House prices on the rise as lending slows’ (2015年4月15日)  
 City A.M. ‘Post recession peak for home buyer deposits’ (2015年6月26日)  
 City A.M. ‘Bank focuses on buy to let’ (2015年7月9日)  
 Guardian ‘First time buyers opt for 40 year mortgages to get on property ladder’ (2015年10月9日)  
 Financial Times ‘Overseas investors flock to secure London development land’ (2015年8月3日)  
 Telegraph “London to become a place ‘we work but don’t live’” (2015年10月12日)